

- 本稿ではヘッジファンドを組み合わせたポートフォリオを構築する際の考慮すべきポイントについて、いくつかの切り口を取り上げて解説します。
- 本稿で解説する切り口はあくまで一例であり他にも様々な視点が考えられますが、運用者のスキルに依存するヘッジファンドは非常にリターンの個別性が強い投資対象であるため、それぞれのファンドの特性を丁寧に見極めて分散することが重要と考えています。

インベストメント・ソリューション部 ポートフォリオマネジャー 稲田孔明

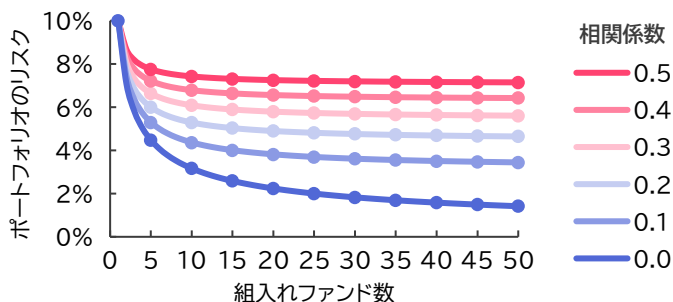
■ ヘッジファンドの分散投資を考える

一般的に分散が効いている状態とはリターンを過度に犠牲にすることなくポートフォリオ全体のリスクを抑制できていることを指します。効果的な分散のためには値動きの異なるファンドを適切に組み合わせることが重要ですが、複数のヘッジファンドに分散投資を行う際はどのような視点で考えればよいのでしょうか。本稿ではヘッジファンドの分散投資において考慮すべきポイントについて考えてみたいと思います。

■ ファンド数の分散という視点

最も基本的な分散の方法は多くのヘッジファンドに幅広く投資することです。異なる投資哲学や運用スタイルを持つファンドを組み合わせることで、一部のファンドのパフォーマンスが低調であってもポートフォリオ全体への影響を抑えることが期待されます。ここではファンドのリスク(標準偏差)を10%、ファンド間の相関係数を0.0～0.5の範囲で0.1刻み、投資比率は均等と仮定したうえで、ファンド数を増加させた場合のポートフォリオ全体のリスクの変化をシミュレーションしました【図表1】。結果としてはファンド数を増やすほどリスクは低下しますが、一定水準を超えるとリスク低減効果は限定的となることが分かります。一般に低相関と認められる相関係数0.2～0.3程度のファンドを組み合わせる場合は**10ファンド前後でも十分に分散効果が得られる可能性**が見てとれます。

【図表1】ファンド数と分散効果シミュレーション



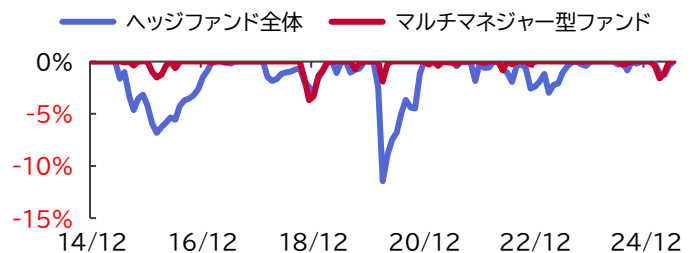
多くのファンドに分散することはポートフォリオ全体のパフォーマンスの安定化のために効果的ですが、仮に10ファンド未満でもすでに質の高いヘッジファンドで構成されている場合、必ずしもファンド数を増やすことが最善と

は限りません。むしろ追加で組み入れるファンドの特性次第では既存ファンドの特性を相殺してしまう場合もあるため、**分散を考える際には単に数の多さではなく、相関性の低いファンドの選択や他のヘッジファンドとの構成バランスが重要**になります。

■ 運用者(マネジャー)の分散という視点

平常時であれば10ファンド前後で十分に分散効果が得られそうですが、**ヘッジファンドは時に極端な損失(テールリスク)が発生する場合もあるため注意が必要**です。こうしたリスクに備える手段の一つが運用者リスクを分散するという方法です。ヘッジファンドには単一の運用者が裁量を持って運用するシングルマネジャー型ファンドと、一つのファンド内で複数の運用者が独立して運用を行うマルチマネジャー型ファンドがあります。シングルマネジャー型は運用者の専門性や経験に基づくスキルが直接的にパフォーマンスに寄与する反面、極端な相場変動や判断の誤りによるテールリスク拡大という脆弱な面もあり注意が必要です。これに対してマルチマネジャー型はファンド内部に複数の運用者を配置することで構造的に単一運用者に起因するリスクの分散が図られているため、テールリスクの抑制が期待されます【図表2】。

【図表2】マルチマネジャー型ファンドのドローダウン*1



したがって相関の低いファンドを10ファンド前後組み入れることによる分散効果に加え、**テールリスクという観点ではマルチマネジャー型ファンドを活用することでリスクを抑制するといった方法が有効**です。逆にシングルマネジャー型ファンドを中心とする場合は、より多くのファンドを組み入れる、または厳格なロスカット基準やリスク管理体制を備えたファンドを選定することが重要です。

*1: ヘッジファンド全体はHFRI Asset Weighted Composite Index、マルチマネジャー型ファンドはデータを取得可能なマルチマネジャー(プラットフォーム)型ファンド(30ファンド)の単純平均を使用しています。速報値を含みます。

■ 運用戦略の分散という視点

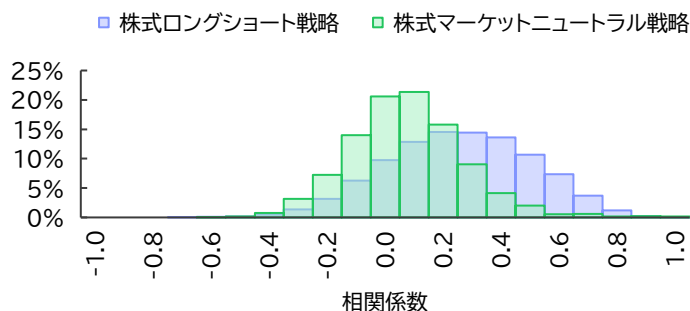
異なる運用戦略を組み合わせることで特定の市場環境に依存しすぎないようにする考え方もありますが、HFR社が分類している4つの主要戦略間の長期の相関関係をみると、戦略間の相関は比較的高いことが確認できます【図表3】。異なる戦略であっても仮に依拠する市場リスクが同じであれば同時に損失を被る可能性があります。ヘッジファンドにおいて戦略による分類はラベルをつけているのみであり、本質的な分散のためには戦略分散だけでなくファンド単位での特性の分析が不可欠です。

【図表3】主要戦略間の長期相関係数*2

	株式ロングショート	イベントドリブン	マクロ	レティティブバリュー
株式ロングショート	1.00			
イベントドリブン	0.87	1.00		
マクロ	0.50	0.45	1.00	
レティティブバリュー	0.73	0.81	0.33	1.00

例えば同じ株式ロングショート戦略に分類される個別ファンドでも、ファンド間の相関係数をみると平均0.3程度と低位であることが確認できます【図表4】。また市場リスクを中立化する株式マーケットニュートラル戦略では平均0.1程度と、運用者の銘柄選択が源泉となっていることからより低位であることが確認できます。これは運用者のスキルに依存するヘッジファンドは個性が強いことの表れでもあり、たとえ同じ株式系ファンド間でも分散効果を得ることが可能です。個別ファンドの特性を丁寧に見極めて分散することが重要と考えます。

【図表4】同一戦略内でのファンド間相関係数分布*3



- *2: 期間は1990年1月～2025年6月、使用した指数は以下のとおりです。
株式ロングショート: HFR Equity Hedge (Total) Index、イベントドリブン: HFR Event-Driven (Total) Index、マクロ: HFR Macro (Total) Index、レティティブバリュー: HFR Relative Value (Total) Index
- *3: 2020年1月～2024年12月においてデータが取得可能な株式LS(544ファンド)および株式MN(78ファンド)ファンド間の相関係数をヒストグラム化したものです。

【重要なお知らせ】

- 本資料は当社が情報の提供のみを目的として作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買を推奨したり、特定のファンドもしくは特定の運用手法の推奨をするものではありません。
- 本資料は信頼に足りかつ正確であると判断した情報に基づき作成されていますが、その正確性・信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に記載された過去の実績およびシミュレーション結果は将来の成果等を保証するものではありません。
- 本資料の一部または全部をいかなる手段においても複写・複製することはできません。
- 主なリスク: 投資対象のヘッジファンド等は株式、債券、金利、通貨、コモディティ等、およびこれらを原資産とする先物、オプション等様々なデリバティブ取引等で運用を行うため、これら金融商品等の価格変動の影響を受け投資元本を割り込む恐れがあります。詳しくは契約締結前交付書面等をご参照ください。
- 投資一任に係る費用: 投資一任契約にあたり「契約資産額を基準とする固定報酬」と「投資一任契約に係るその他の手数料」の合計額をご負担いただきます。この内容の詳細は契約締結前交付書面等をご覧ください。

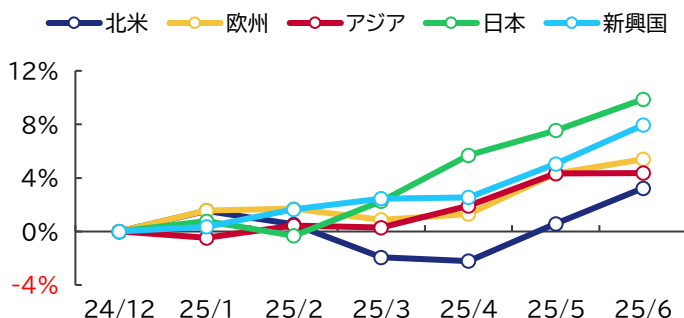
アセットマネジメントOneオルタナティブインベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2445号 加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会
連絡先等 ホームページアドレス <https://www.am-one.co.jp/amoai/> 営業グループメールアドレス eigyo@amone-ai.com
所在地 東京都千代田区丸の内1-8-2 鉄鋼ビルディング12階 電話番号 03-5221-1340(代表)

■ 投資地域の分散という視点

最後に投資地域の分散も非常に重要と考えています。今年2月下旬から4月にかけて米トランプ政権の関税政策への懸念から米国中心に市場は大荒れの展開となり、多くのヘッジファンドが苦戦しました。一方で日本やアジアにフォーカスするヘッジファンドはその影響を回避し損失を抑制できました【図表5】。予めトップダウンで地域配分を決定するのは一般的ではありませんが、ポートフォリオ全体を見たときに過度に一つの地域に偏った運用になっていないかを確認しておくことは必要でしょう。

【図表5】2025年上半期の地域別HFパフォーマンス*4



その他にも大型や中小型等の市場規模、情報技術や資本財等の業種、短期や中長期等の保有期間など様々な視点からポートフォリオの偏りをチェックすることが重要です。

■ おわりに

本稿でいくつか取り上げたように分散投資には様々な考慮すべきポイントが考えられます。それぞれの重要性の比重はヘッジファンドに求める役割によっても異なってくると考えており、その役割に合った分散投資方法を検討することが肝要です。当社では複数のヘッジファンドへの効果的な分散を通じて安定的な絶対収益の獲得を目指すポートフォリオ・ソリューションを提供しています。このソリューションが課題解決の一助となれば幸いです。

- *4: 使用した指数は以下のとおりです。速報値を含みます。
北米: HFR North America Index、欧州: HFR Western/Pan Europe Index、アジア: HFR Asia with Japan Index、日本: HFR Japan Index、新興国: HFR Emerging Markets (Total) Index
- 注: 本資料に示された意見等は本資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される場合があります。また個別ファンド名称を記載していますがこれらの売買や運用手法を推奨するものではありません。
- 出所: Bloomberg、HFR、Inc.の情報をともにAMOAI作成
(HFRインデックスはHFR Holdings, LLC (www.HFR.com)の使用許諾に基づくもので同社は本資料の内容について保証していません)